



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Sulla base delle informazioni disponibili al 27 maggio 2010, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹. Il tasso annuo di crescita del PIL in termini reali si dovrebbe collocare, in media d'anno, in un intervallo compreso tra lo 0,7 e l'1,3 per cento nel 2010 e tra lo 0,2 e il 2,2 nel 2011, sostenuto dalle prospettive di ripresa dell'economia mondiale. L'inflazione resterebbe moderata nel periodo considerato, essendo frenata dalle condizioni di debolezza dell'area dell'euro. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si porterebbe all'1,4-1,6 per cento nel 2010 e all'1,0-2,2 l'anno seguente.

Riquadro 1

IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato fino al 20 maggio 2010¹. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a 3 mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio complessivo dei tassi a breve dello 0,8 per cento nel 2010 e dell'1,1 l'anno seguente. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro comportano una media del 3,9 per cento nel 2010 e un aumento al 4,2 nel 2011. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto del recente miglioramento delle condizioni di finanziamento e dell'ipotesi che i differenziali fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi menzionati si riducano in qualche misura nell'orizzonte temporale considerato. Allo stesso modo, i criteri di erogazione del credito dovrebbero allentarsi gradualmente nel periodo in rassegna. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 20 maggio, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 79,5 dollari al barile nel 2010 e a 83,7 l'anno seguente. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 17,9 per cento nel 2010 e dell'1,2 per cento, in misura più modesta, nel 2011.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione, sui livelli medi osservati nei dieci giorni lavorativi fino al 20 maggio. Ciò implica che il cambio euro/dollaro rimanga pari a 1,30 nel 2010 e a 1,26 nel 2011 e che il tasso di cambio effettivo dell'euro si deprezzi in media del 6,4 per cento e di un ulteriore 1,8 per cento, rispettivamente, nei due anni considerati.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 27 maggio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

¹ Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2011; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al termine del 2010 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

1 Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le prospettive per l'economia mondiale hanno continuato a migliorare in misura maggiore di quanto evidenziato nelle proiezioni di marzo elaborate dagli esperti della BCE. Guardando al futuro, la crescita mondiale dovrebbe segnare una temporanea flessione nella seconda metà del 2010, per effetto del venir meno di alcuni fattori che hanno sostenuto inizialmente la ripresa, quali le misure di stimolo economico e il ciclo delle scorte. In seguito l'attività su scala internazionale dovrebbe beneficiare del normalizzarsi delle condizioni di finanziamento e di un certo miglioramento del clima di fiducia e della situazione nel mercato del lavoro. Nel 2010-2011 la crescita mondiale rimarrebbe inferiore ai livelli passati, poiché le economie avanzate in particolare registrano un recupero modesto in seguito alla crisi finanziaria. Le proiezioni indicano che il PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro aumenterà del 4,7 per cento nel 2010 e del 4,1 nel 2011. L'espansione della domanda nei mercati di esportazione dell'area è stimata all'8,6 per cento nel 2010 e al 6,0 l'anno seguente.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Nel primo trimestre del 2010 il PIL in termini reali ha registrato una modesta espansione. Le evidenze disponibili suggeriscono che le scorte hanno fornito un notevole contributo alla crescita, mentre altri fattori, quali la cessazione degli incentivi statali per l'acquisto di autovetture e le condizioni meteorologiche avverse, hanno frenato l'incremento della domanda interna. Nel secondo trimestre l'espansione del prodotto dovrebbe risultare molto più vigorosa grazie anche al recupero dell'attività edilizia. Tuttavia, la crescita rimarrebbe contenuta in corso d'anno, a fronte del minore impatto dei fattori che l'hanno temporaneamente alimentata nella fase iniziale della ripresa, fra cui le misure di stimolo fiscale e il ciclo delle scorte. In seguito la ripresa dell'economia dovrebbe rafforzarsi, favorita dal graduale aumento della domanda interna. Gli effetti ritardati degli interventi di politica monetaria e le significative misure di ripristino del funzionamento del sistema finanziario dovrebbero sostenere l'attività per tutto l'arco temporale considerato. Nel 2010 e nel 2011 la crescita resterebbe nondimeno su livelli inferiori a quelli precedenti alla recessione, data l'esigenza di risanamento dei bilanci avvertita tuttora in diversi settori, mentre i consumi privati sono frenati da elevata disoccupazione, risparmio precauzionale e un modesto incremento del reddito. Inoltre, queste prospettive tengono conto anche dell'attuale processo di riequilibrio dei conti pubblici, inteso a ristabilire e consolidare la fiducia nella loro sostenibilità a medio termine. Dopo una contrazione del 4,1 per cento nel 2009, il PIL in termini reali dovrebbe aumentare dello 0,7-1,3 per cento nel 2010 e dello 0,2-2,2 nel 2011.

Esaminando più in particolare le componenti interne del PIL, gli investimenti privati esclusi quelli nell'edilizia residenziale si manterrebbero piuttosto contenuti nel 2010 – limitati da un ampio margine di capacità inutilizzata, prospettive di debolezza e incertezza per la domanda, bassa redditività e vincoli di finanziamento – ma in seguito dovrebbero recuperare lentamente. Gli investimenti in edilizia residenziale, che agli inizi del 2010 hanno registrato una certa variabilità di breve periodo dovuta alle condizioni atmosferiche, resterebbero modesti secondo le proiezioni, frenati dagli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari di alcuni paesi. In linea con le misure di stimolo fiscale annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro e il loro successivo ritiro, si ipotizza che gli investimenti pubblici in termini reali si stabilizzino nel 2010, per poi contrarsi marcatamente l'anno seguente.

Secondo le attese, l'espansione dei consumi privati registrerebbe un aumento moderato nel 2010, per poi segnare un ulteriore graduale recupero l'anno successivo. Nel complesso, i redditi reali dovrebbero essere contenuti dalla debolezza della crescita prevista per l'occupazione. Nel contempo, il tasso di risparmio rimarrebbe su livelli considerevolmente superiori a quelli osservati prima della crisi poiché, a fronte di elevata incertezza economica e prospettive di modesto incremento del reddito, continua a essere detenuta una certa quota di risparmio precauzionale. Tuttavia, con il graduale miglioramento della situazione economica il tasso di risparmio dovrebbe ridursi in qualche misura.

Tavola 1 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)^{1, 2)}

	2009	2010	2011
IAPC	0,3	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2
PIL in termini reali	-4,1	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2
Consumi privati	-1,2	-0,2 – 0,4	-0,2 – 1,6
Consumi collettivi	2,6	0,3 – 1,3	-0,3 – 1,1
Investimenti fissi lordi	-10,8	-3,4 – -1,2	-2,1 – 2,7
Esportazioni (beni e servizi)	-13,2	5,5 – 9,1	1,1 – 7,9
Importazioni (beni e servizi)	-12,0	3,8 – 7,0	0,4 – 6,8

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati si riferiscono a tutti i 16 paesi dell'area dell'euro.

Le esportazioni dell'area dell'euro hanno segnato un rialzo sul finire dello scorso anno e sono tornate a crescere vigorosamente agli inizi del 2010. Nell'orizzonte temporale di proiezione, prosegue la ripresa delle esportazioni, trainata dalla domanda esterna e dalla maggiore competitività. L'interscambio netto pertanto dovrebbe contribuire positivamente all'espansione del PIL sia nel 2010, sia nel 2011.

Per effetto del ritardato aggiustamento alla brusca flessione del prodotto osservata fino alla metà del 2009, della prevista debole ripresa dell'attività economica e delle rigidità al ribasso dei salari, il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare fino agli inizi del 2011, per poi stabilizzarsi.

Riflettendo ampiamente l'impatto della crisi, la crescita potenziale dovrebbe risultare modesta nel periodo considerato, pur mostrando una qualche ripresa. Questo andamento è riconducibile all'aumento della disoccupazione strutturale, ai più contenuti tassi di partecipazione alle forze di lavoro e alla netta contrazione degli investimenti, che grava sulla formazione di capitale. Nondimeno, l'entità di questi effetti è molto dubbia e le proiezioni sulla crescita potenziale, e quindi sull'*output gap*, sono caratterizzate da un grado di incertezza eccezionalmente elevato. Tuttavia, la stima dell'*output gap* si ridurrebbe in certa misura, ma rimarrebbe negativa nel periodo in rassegna.

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Dopo il forte rialzo del marzo scorso, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe continuare a salire leggermente nella seconda metà dell'anno, sospinta in gran parte da effetti base derivanti dalle passate riduzioni dei prezzi dei generi alimentari. In seguito, dovrebbe registrare una lieve moderazione, in linea con l'ipotizzato calo del tasso di incremento dei prezzi dell'energia. Per contro, l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari aumenterebbe gradualmente nel periodo in rassegna, per effetto della ripresa dell'attività e del miglioramento della situazione nel mercato del lavoro. Il tasso di inflazione si collocherebbe in media d'anno in un intervallo dell'1,4-1,6 per cento nel 2010 e dell'1,0-2,2 nel 2011.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero intensificarsi nel 2010, rispecchiando in ampia misura il profilo ipotizzato per i corsi delle materie prime e il deprezzamento dell'euro, per poi affievolirsi nel 2011. Quanto alle pressioni interne sui prezzi, la crescita dei redditi per ora lavorata segnerebbe una forte contrazione nel 2010, seguita da un incremento graduale e appena modesto. Unitamente alla vigorosa ripresa prevista per la produttività del lavoro, questa dinamica salariale nel complesso contenuta implica una notevole decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2010, cui farebbe seguito un limitato rialzo. A loro volta, i margini di profitto aumenterebbero in misura significativa nel 2010 e continuerebbero poi a crescere a un ritmo costante, sostenuti dal recupero dell'attività e dalle prospettive di una dinamica salariale moderata.

CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2010

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori previsto per il 2010 è stato corretto verso l'alto rispetto a quello pubblicato nel numero di marzo del Bollettino, riflettendo una domanda a breve termine più vigorosa delle precedenti attese. Nel contempo, l'intervallo per il 2011 è stato modificato verso il basso, principalmente per effetto delle revisioni al ribasso delle prospettive per la domanda interna.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori previsto per il 2010 si colloca in prossimità del margine superiore di quello pubblicato a marzo, mentre l'intervallo per il 2011 è in qualche modo più elevato rispetto al precedente esercizio di proiezione. La correzione verso l'alto è riconducibile soprattutto agli effetti delle ipotesi di quotazioni più elevate delle materie prime espresse in euro.

Tavola 2 Confronto con le proiezioni di marzo 2010

(variazioni percentuali; medie annue)

	2010	2011
PIL in termini reali – marzo 2010	0,4 – 1,2	0,5 – 2,5
PIL in termini reali – giugno 2010	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2
IAPC – marzo 2010	0,8 – 1,6	0,9 – 2,1
IAPC – giugno 2010	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2

Riquadro 2

PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si porterebbe fra lo 0,9 e l'1,2 per cento nel 2010 e fra l'1,5 e l'1,8 nel 2011. Tutti i valori indicati rientrano negli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni divulgate da altre organizzazioni anticipano un tasso medio annuo compreso fra l'1,1 e l'1,5 per cento nel 2010 e fra l'1,0 e l'1,7 per cento nel 2011. Anche queste previsioni sono in linea con gli intervalli di valori delle proiezioni dell'Eurosistema.

Tavola Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2010	2011	2010	2011
FMI	aprile 2010	1,0	1,5	1,1	1,3
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile 2010	1,1	1,5	1,4	1,5
Commissione europea	maggio 2010	0,9	1,5	1,5	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2010	1,1	1,5	1,3	1,4
OCSE	maggio 2010	1,2	1,8	1,4	1,0
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2010	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2010; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2010; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2010; *Consensus Economics Forecasts*; *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

© Banca centrale europea, 2010

Indirizzo: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany
 Recapito postale: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
 Telefono: +49 69 1344 0
 Fax: +49 69 1344 6000
 Sito Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.